

Achat	Potentiel	46%
Objectif de cours		5,00 €
Cours au 29/07/2021 (c)		3,42 €
Euronext Paris		
Reuters / Bloomberg	SRP.PA / SRP.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	19,1%	-0,1%	4,8%	466,6%
Perf CAC Small	17,7%	1,8%	0,3%	49,0%

Informations boursières			
Capitalisation (M€)			403,4
Nb de titres (en millions)			117,95
Volume moyen 12 mois (titres)			704 957
Extrêmes 12 mois		0,57 €	4,02 €

Actionnariat	
Flottant	37,3%
Fondateurs & management	62,7%

Données financières (en M€)					
	au 31/12	2020	2021e	2022e	2023e
CA		697,5	765,6	804,3	845,0
var %		13,3%	9,8%	5,1%	5,1%
EBE		42,0	52,1	57,9	64,4
%CA		6,0%	6,8%	7,2%	7,6%
ROC		25,4	35,8	41,2	48,4
%CA		3,6%	4,7%	5,1%	5,7%
RN		13,9	23,1	26,9	31,1
%CA		2,0%	3,0%	3,3%	3,7%
Bnpa (€)		0,15	0,20	0,23	0,26
ROCE (%)		36%	42%	48%	55%
ROE (%)		8%	12%	12%	12%
Gearing (%)		-17%	-22%	-31%	-39%
Dette nette		-30,8	-44,4	-70,4	-99,9
Dividende n (€)		0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)		0%			

Ratios				
	2020	2021e	2022e	2023e
VE/CA (x)	0,4	0,5	0,4	0,4
VE/EBE (x)	8,6	7,8	6,4	5,1
VE/ROC (x)	8,3	10,0	8,1	6,3
PE (x)	24,2	17,5	15,0	13,0

Analyste :

Louis-Marie de Sade
01 44 70 20 77
lmdesade@elcorp.com

showroomprive.group

E-commerce

Très belle première partie d'année !**Publication des résultats S1**

Dans un contexte toujours porteur pour le e-commerce, SRP Groupe publie des résultats S1 2021 en très forte amélioration avec un CA S1 en croissance de +28,3% à 388,3 M€, un EBITDA de 33,0 M€ (vs 7,0 M€) et affiche un renforcement de sa structure financière.

Forte croissance du CA et des indicateurs

Après un bon T1, le Groupe confirme sa bonne dynamique avec un T2 en hausse de +13,7%. Sur le S1, le CA Internet ressort à 385,1 M€ (+29,2%) à la faveur d'une croissance de +27,5% de l'activité en France à 322,3 M€ liée à la bonne performance des activités core business de vente en ligne ainsi qu'au développement de SRP Media. L'activité International contribue aussi de manière significative au S1 avec une performance de +38,4% à 62,9 M€ notamment grâce à l'enrichissement de l'offre et à la dynamique des ventes de Saldi Privati en Italie.

Ce semestre témoigne aussi de la poursuite du modèle vertueux de SRP avec une croissance de +18,8% de la GMV à 527,7 M€ ainsi que la poursuite du recrutement de nouveaux acheteurs et de leur fidélité. Le Groupe compte ainsi 2,3 M d'acheteurs au S1 vs 2,1 M au S1 2020 (+9,0%) ainsi qu'une hausse de la taille du panier moyen de +12,8% à 47,5 € (liée à une meilleure sélectivité de l'offre et à de nouvelles marques premium partenaires) et par extension à un CA par acheteur atteignant 152,7 € contre 127,8 € un an plus tôt. Enfin, le NPS ressort à 49% vs 43% au S1 2020 témoignant d'une amélioration globale de la satisfaction client.

Amélioration de la rentabilité opérationnelle

Poursuivant ses efforts de contrôle des stocks, de gestion efficiente des retours, de sélectivité accrue des affaires et de montée en puissance des activités à plus forte marge comme SRP Media, le Groupe affiche un marge brute en forte amélioration à 40,6% contre 37,1% au S1 2020 et dans la continuité du S2 2020 (40,7%).

Dans le même temps, SRP a poursuivi son pilotage des dépenses opérationnelles qui pèsent 34,2% du CA vs 37,7% un an plus tôt. Dans le détail, les dépenses marketing ressortent à 10,9 M€ (vs 7,7 M€), stables à 2,8% du CA, les frais généraux et administratifs s'affichent à 35,2 M€ (vs 30,3 M€), en baisse de -0,9 pts, et les charges de logistiques totalisent 86,5 M€ (vs 76,0 M€), en baisse de -2,8 pts à 22,3% du CA notamment grâce à la rationalisation de la chaîne logistique, à la montée en puissance de l'entrepôt automatisé et à l'évolution du modèle vers le dropshipping.

Cette maîtrise des dépenses combinée à la croissance du CA permet ainsi au Groupe d'afficher un ROC positif de 25,0 M€ vs -1,6 M€ et un RN de 20,6 M€ contre -6,6 M€ au S1 2020.

Renforcement de la structure financière

Fort d'un cash-flow libre excédentaire de 16,5 M€ au S1 et après avoir remboursé son PGE De 35 M€ en juin dernier, SRP Groupe affiche une structure financière solide avec une trésorerie brute de 108,8 M€ et une dette financière brute de 80,3 M€ (dont 17,3 M€ au titre d'IFRS16) soit une trésorerie nette hors IFRS16 de 45,2 M€.

Perspectives

Après cette première partie d'exercice solide, le Groupe s'attend à un ralentissement de la dynamique au T3 en raison 1/ d'une base de comparaison très exigeante (T3 2020 +29,6% grâce à l'effet cut-off en juin et juillet) et 2/ d'un niveau de stocks disponibles moins importants sur certains segments (électroménager et électronique notamment) en lien avec la pénurie actuelle de composants. SRP Groupe entend néanmoins poursuivre son développement notamment avec le basculement de son modèle vers le dropshipping, l'accélération de ses relais de croissance tels que SRP Media, la Marketplace mais aussi la reprise du segment billetterie-voyage. Dans le même temps, le Groupe entend poursuivre le contrôle et l'optimisation de ses OPEX. Nous attendons ainsi pour l'exercice 2021e un CA de 765,6 M€ et un ROC de 35,8 M€.

Recommandation

Suite à cette publication et à la mise à jour de notre modèle, notre objectif de cours ressort inchangé à 5,00 € et notre recommandation reste à l'Achat.

Prochain évènement : CA T3 le 21 octobre 2021

Compte de résultat (M€)	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Chiffre d'affaires	615,6	697,5	765,6	804,3	845,0
Excédent brut d'exploitation société	-31,4	42,0	52,1	57,9	64,4
Résultat opérationnel courant	-46,8	25,4	35,8	41,2	48,4
Résultat opérationnel	-68,4	21,7	35,5	41,2	47,6
Résultat financier	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Impôts	-1,3	-6,9	-11,5	-13,4	-15,6
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-70,5	13,9	23,1	26,9	31,1
Bilan (M€)	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Actifs non courants	224,3	215,1	216,1	217,9	220,6
<i>dont goodwill</i>	123,7	123,7	123,7	123,7	123,7
BFR	-37,5	-44,2	-35,7	-36,7	-37,7
Disponibilités + VMP	49,0	130,8	144,4	170,4	199,9
Capitaux propres	152,2	177,0	200,1	227,0	258,1
Emprunts et dettes financières	55,1	100,0	100,0	100,0	100,0
Total Bilan	388,4	480,8	518,2	554,0	594,5
Tableau de flux (M€)	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Marge Brute d'autofinancement	-48,2	39,0	39,7	43,6	47,9
Variation de BFR	-26,4	2,7	-8,5	1,0	1,0
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-26,0	40,3	31,2	44,5	48,9
Investissements opérationnels nets	-13,8	-9,0	-17,6	-18,5	-19,4
Investissements financiers nets	-22,4	0,1	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-36,2	-8,8	-17,6	-18,5	-19,4
Augmentation de capital	0,0	9,1	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	30,9	44,4	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	30,8	50,4	0,0	0,0	0,0
Variation de l'endettement financier net	-31,4	81,8	13,5	26,0	29,5
Ratios (%)	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Variation chiffre d'affaires	-8,4%	13,3%	9,8%	5,1%	5,1%
Marge EBE	-5,1%	6,0%	6,8%	7,2%	7,6%
Marge opérationnelle courante	-7,6%	3,6%	4,7%	5,1%	5,7%
Marge opérationnelle	-11,1%	3,1%	4,6%	5,1%	5,6%
Marge nette	-11,4%	2,0%	3,0%	3,3%	3,7%
Investissements opérationnels nets/CA	2,2%	1,3%	2,3%	2,3%	2,3%
BFR/CA	-6,1%	-6,3%	-4,7%	-4,6%	-4,5%
ROCE	ns	9,9%	13,2%	15,2%	17,7%
ROCE hors GW	ns	35,9%	42,1%	47,7%	54,5%
ROE	ns	7,9%	11,5%	11,8%	12,1%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Gearing (%)	4%	-17%	-22%	-31%	-39%
Dettes nette/EBE	-0,2	-0,7	-0,9	-1,2	-1,6
EBE/charges financières	40,2	39,4	50,7	57,5	66,4
Valorisation	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Nombre d'actions (en millions)	50,7	117,9	117,9	117,9	117,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	42,0	84,3	117,9	117,9	117,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,7	2,9	3,4	3,4	3,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	27,7	241,1	403,4	403,4	403,4
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	6,0	-30,8	-44,4	-70,4	-99,9
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	33,8	210,3	359,0	333,0	303,5
PER	ns	24,2	17,5	15,0	13,0
VE / EBE	ns	8,6	7,8	6,4	5,1
VE / ROC	ns	8,3	10,0	8,1	6,3
VE / CA	0,1	0,4	0,5	0,4	0,4
P/B	0,2	1,9	2,0	1,8	1,6
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023
Bnpa	-0,96	0,15	0,20	0,23	0,26
Book value/action	3,0	1,5	1,7	1,9	2,2
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Systeme de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations

Achat : Depuis le 29/04/2021

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Non	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière.

Disclaimer / Avertissement

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude. 3

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus.